DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
*ZBW – Leibniz Information Centre for Economics*

**Periodical Part**

# Volkswirtschaft special ; 2016

**Provided in Cooperation with:**
Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, Berlin

*Reference:* Volkswirtschaft special ; 2016 (2016).

This Version is available at:
http://hdl.handle.net/11159/2992

**Kontakt/Contact**
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel (Germany)
E-Mail: *rights[at]zbw.eu*
https://www.zbw.eu/econis-archiv/

**Standard-Nutzungsbedingungen:**
Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

https://zbw.eu/econis-archiv/termsofuse

**Terms of use:**
*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Nr. 11 / 27.09.2016

# Volkswirtschaft special

Meinungen, Analysen, Fakten

## EZB sollte Tür zum Ausstieg öffnen

- EZB-Präsident Mario Draghi ist am Mittwoch, dem 28. September, Gast im Europaausschuss des Bundestags und wird dort Fragen der Abgeordneten beantworten. Dabei dürfte er den ultralockeren Kurs der Geldpolitik gegenüber den EZB-kritischen Abgeordneten verteidigen.

- Die spannende Frage ist, ob Draghi konkrete Aussagen über den künftigen Kurs der Geldpolitik machen wird. Aktuell steht eine Entscheidung über eine Verlängerung des EZB-Anleihekaufprogramms an, das aktuell bis mindestens März 2017 laufen soll. Die Mindestdauer war schon einmal um ein halbes Jahr verlängert worden. Möglich ist ein Beschluss, der das Ende des Ankaufprogramms um ein weiteres halbes Jahr verlängert oder das Ende ganz offen lässt.

- Zu diesem Anlass sollte eine schrittweise Verringerung des Ankaufvolumens beschlossen werden („Tapering"). Nicht nur haben sich im Euroraum die Wirtschaftslage und die Finanzierungsbedingungen deutlich verbessert auch wird der verfügbare Bestand an (Bundes-)anleihen angesichts der hochvolumigen Käufe knapper. Auf keinen Fall sollte bei weiteren Anleihekäufen der Länderschlüssel in Richtung der höher verschuldeten Länder verschoben werden, dies würde die ohne kaum vorhandene Bereitschaft zur Fiskaldisziplin in diesen Ländern noch weiter untergraben.

- Im Rahmen einer Neuausrichtung des Ankaufprogramms sollte sich die EZB von der Negativzinspolitik perspektivisch wieder verabschieden. Denn sowohl die geldpolitische Welt als auch die geldpolitische Debatte haben sich verändert. Das Verhältnis von Kosten und Nutzen der jahrelangen Liquiditätsflut wird von immer mehr Experten kritisch gesehen. Während zusätzliche Liquidität immer weniger bewirkt, erhöhen sich die Belastungen mit der Dauer der Nullzinspolitik. Die EZB sollte den erforderlichen Kurswechsel möglichst zeitig beginnen, um unnötige Verspannungen im Finanzsektor zu vermeiden.

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: (030) 20 21 – 15 00
Telefax (030) 20 21 – 1904 · Internet: http://www.bvr.de · volkswirtschaft@bvr.de

**EZB sollte Tür zum Ausstieg öffnen**

EZB-Präsident Mario Draghi ist am Mittwoch, dem 28. September, Gast im Europaausschuss des Bundestags und wird dort Fragen der Abgeordneten beantworten. Dabei dürfte er den ultralockeren Kurs der Geldpolitik gegenüber den EZB-kritischen Abgeordneten verteidigen.

Die spannende Frage ist, ob Draghi konkrete Aussagen über den künftigen Kurs der Geldpolitik machen wird. Die von der EZB bislang vorgebrachten Argumente für eine Fortsetzung des ultralockeren Kurses der Geldpolitik greifen immer weniger. Eine nüchterne Analyse zeigt, dass die Wirtschaftslage im Euroraum nicht mehr ungewöhnlich schlecht sondern eher normal ist. Die wirtschaftliche Erholung im Euroraum setzt sich fort und die Inflation dürfte in den kommenden Monaten allmählich wieder ansteigen.

Gemessen an gebräuchlichen geldpolitischen Indikatoren wäre bei der aktuellen Wirtschaftsentwicklung eher ein Leitzins von 2 % angemessen als der aktuelle Hauptrefinanzierungssatz von Null, dessen expansive Wirkung noch durch das Anleihekaufprogramm verstärkt wird. Dies zeigt auch der BVR Zins-Tacho, der den mittelfristigen Inflationsausblick zum Leitzins in Beziehung setzt (siehe Abschnitt Geldpolitik und Geldmarkt).

Zu diesem Anlass sollte eine schrittweise Verringerung des Ankaufvolumens beschlossen werden („Tapering“). Nicht nur haben sich im Euroraum die Wirtschaftslage und die Finanzierungsbedingungen deutlich verbessert, auch wird der verfügbare Bestand an (Bundes-)anleihen angesichts der hochvolumigen Käufe knapper. Auf keinen Fall sollte bei weiteren Anleihekäufen der Länderschlüssel in Richtung der höher verschuldeten Länder verschoben werden, dies würde die ohne kaum vorhandene Bereitschaft zur Fiskaldisziplin in diesen Ländern noch weiter untergraben.

Im Rahmen einer Neuausrichtung des Ankaufprogramms sollte sich die EZB von der Negativzinspolitik perspektivisch wieder verabschieden. Denn sowohl die geldpolitische Welt als auch die geldpolitische Debatte haben sich verändert. Das Verhältnis von Kosten und Nutzen der jahrelangen Liquiditätsflut wird von immer mehr Experten kritisch gesehen. Während zusätzliche Liquidität immer weniger bewirkt, erhöhen sich die Belastungen mit der Dauer der Nullzinspolitik. Die EZB sollte den erforderlichen Kurswechsel möglichst zeitig beginnen, um unnötige Verspannungen im Finanzsektor zu vermeiden.

**Wirtschaft nicht mehr im Krisenmodus**

Das Wirtschaftswachstum im Euroraum bewegt sich mit - je nach Prognose - rund 1,5 % in den Jahren 2016 und 2017 auf einem ähnlich hohen Niveau wie in Deutschland (siehe Abbildung 1). Die Produktionslücke, der Abstand zwischen der tatsächlichen Produktion und der Produktion bei normaler Auslastung dürfte sich im Euroraum 2017 nach den Berechnungen der Europäischen Kommission weitgehend schließen (-0,5 %).

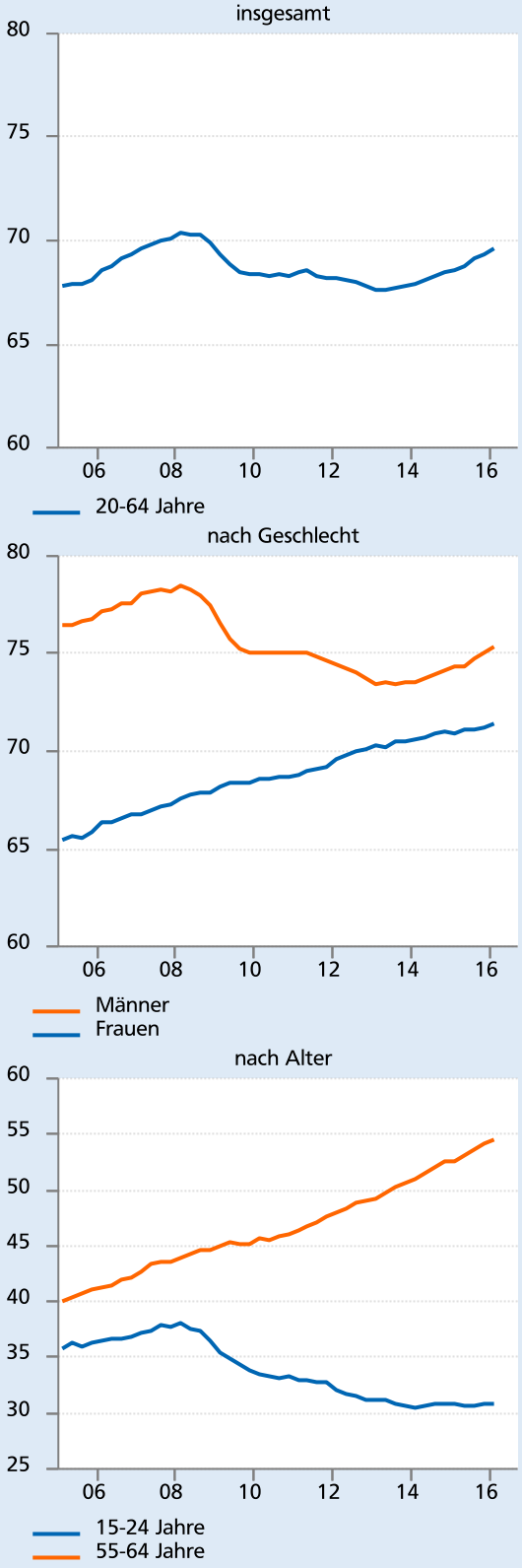
Gleichzeitig ist das Wirtschaftsklima im Euroraum eher freundlich. In den letzten drei Jahren bewegte es sich oberhalb der Marke von 100 Punkten, dem langjährigen Durchschnittswert dieses Konjunkturindikators. Unterhalb des Durchschnitts bewegen sich weder das Industrie-, noch das Dienstleistungs-, das Verbraucher-, das Einzelhandels- und das Bauvertrauen.

Auch ist die Entwicklung zwischen den Eurostaaten gleichförmiger geworden. Der gute Durchschnittswert ist daher nicht das Ergebnis einer Polarisierung zwischen Kernländern und Peripherie, wie während der Hochzeit der Euro-Schuldenkrise. Im Ländervergleich fällt heute einzig und alleine Griechenland deutlich negativ aus dem Rahmen. Interessanterweise ist das Wirtschaftsklima sogar im wirtschaftlich schwachen Italien kaum schlechter als im Euroraum insgesamt.

Darüber hinaus sind die Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt bei Weitem nicht so schlecht, wie sie oft wahrgenommen werden. Die Arbeitslosigkeit ist trotz des rückläufigen Trends zwar immer noch knapp zweistellig, allerdings war dies in der Vergangenheit leider auch oft der Fall, erst im Zuge des Booms im Anschluss an die Einführung des Euro sank die Quote in den einstelligen Bereich. Anhaltend hohe Arbeitslosigkeit ist ohne weniger auf die Konjunktur, sondern viel mehr auf Schwächen in den Arbeitsmarktinstitutionen zurückzuführen. In mehreren Ländern des Euroraums wurden in den vergangenen Jahren Reformen durchgeführt um hier Verbesserungen zu erreichen, dies dürfte sich bald mehr und mehr auch in der

**Beschäftigung im Euroraum** Abb. 2

in % der Erwerbsbevölkerung




Quelle: Thomson Reuters Datastream

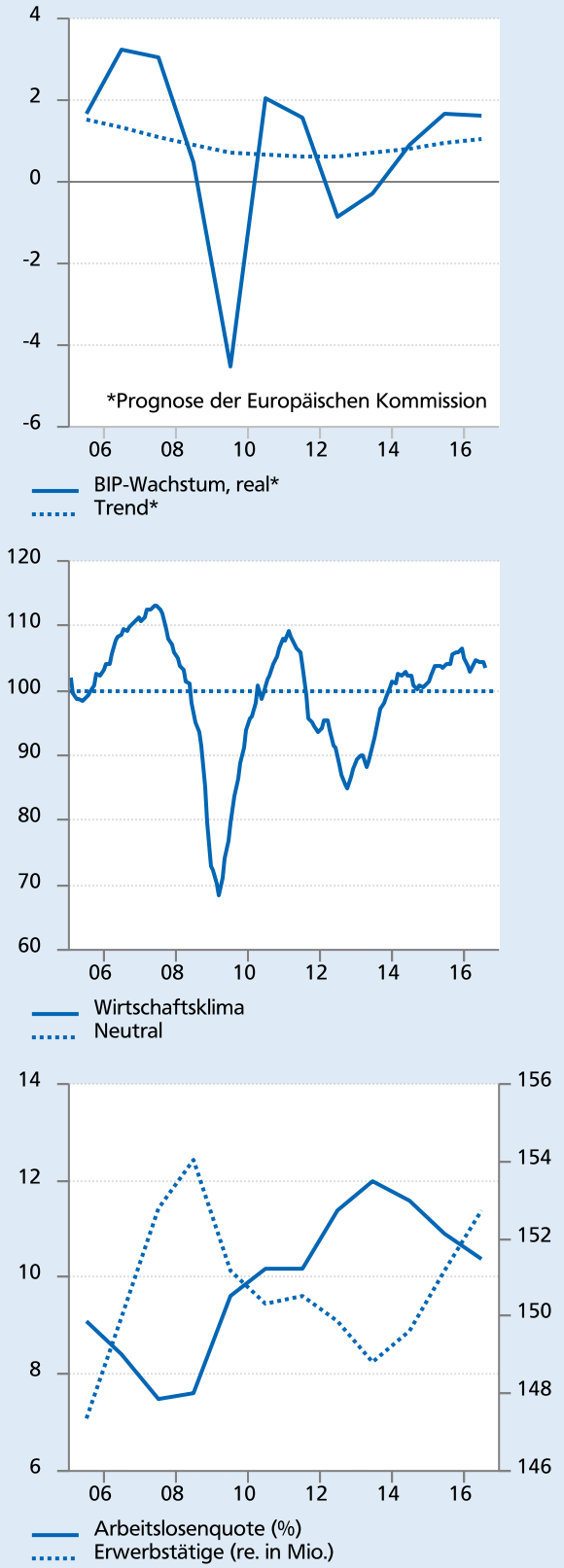
Entwicklung der Arbeitslosigkeit niederschlagen.

**Beschäftigungsentwicklung ermutigend**

Ermutigend ist demgegenüber die Entwicklung der Beschäftigung (siehe Abbildung 2). Die Erwerbstätigenquote erhöht sich in merklichem Tempo. Sie ist schon heute höher als im Jahr 2005, einem konjunkturell „normalen" Jahr im Vorfeld des Booms von 2006 und 2007, wenngleich die Spitze im Jahr 2008 noch nicht erreicht wird. Einer immer noch schwachen Entwicklung bei der Beschäftigung Jugendlicher und männlicher Erwachsener in der Mitte des Erwerbslebens stehen steigende Erwerbsquoten von Frauen und rentennäherer Jahrgänge beider Geschlechter gegenüber.

Gedämpft bleibt weiterhin die Inflation, zuletzt lag der Anstieg der Verbraucherpreise bei 0,2 % (August). Die geringe Teuerung ist jedoch weniger die Folge einer Nachfrageschwäche im Euroraum, dagegen spricht alleine schon die tendenziell optimistische Wirtschaftsstimmung, sondern das Ergebnis globaler Faktoren. Treibende Kraft war der Rückgang des Rohölpreises seit Mitte 2014 von gut 110 auf aktuell unter 50 Dollar pro Barrel (Brent). Die um Energiepreise bereinigte Kernrate der Inflation bewegt sich hingegen mit 0,9 % deutlich höher als die Gesamtrate der Teuerung. Die schwache Weltwirtschaft ist auch ein Grund dafür, dass ich die Teuerung praktisch ausschließlich auf die Dienstleistungspreise konzentriert (0,5 %), während die Preise der Industriegüter im Verbraucherpreisindex leicht zurückgehen (-0,3 %).

**Konjunktur im Euroraum** Abb. 1




Quelle: Thomson Reuters Datastream

Natürlich könnte es der Wirtschaft es noch besser gehen, das Wachstum könnte dynamischer sein und die Arbeitslosigkeit schneller zurückgehen. Immer mehr und billigeres Geld ist hierfür aber nicht das richtige Instrument, sondern gezielte Reformen zur Stärkung der Wachstumskräfte.

**Finanzierungsprobleme beseitigt**

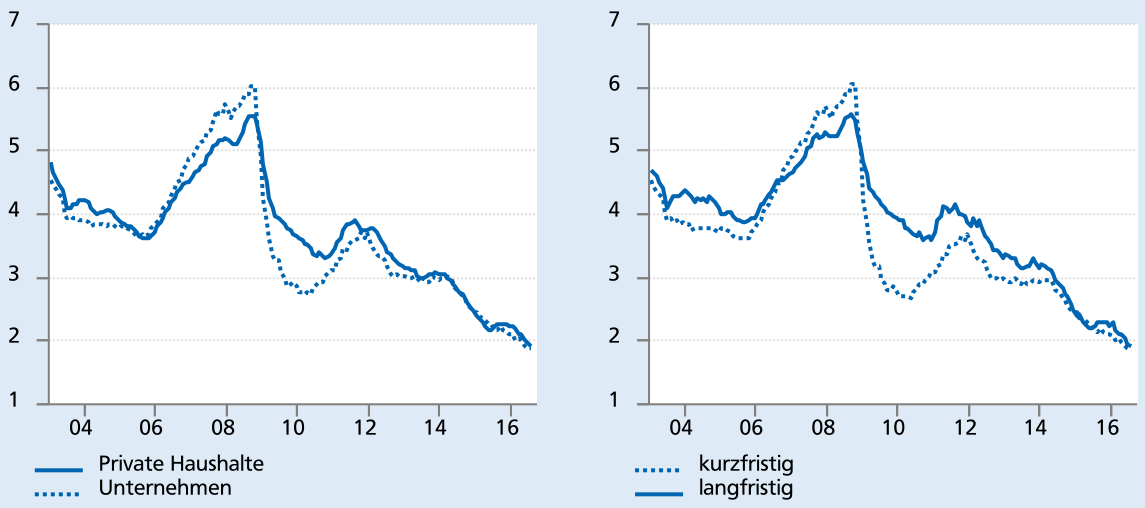
Dass die Geldpolitik hinreichend viel bewegt hat, zeigt die Entwicklung der Finanzierungskosten (siehe Abbildung 3). Der von der EZB berechnete Indikator für das Neugeschäft der Banken liegt sowohl für Unternehmen als auch für Immobilienkredite der Privathaushalte aktuell (Juli 2016) unter 2 % und damit auf einem historisch tiefen Stand. Dies gilt sowohl für kurz- als auch für langfristige Finanzierungen. Gleichzeitig sind die Finanzierungskosten zwischen den Ländern enger zusammengerückt als vor der Finanzkrise. EZB-Präsident Draghi bezeichnete daher auf der letzten geldpolitischen Ratssitzung die geldpolitische Fragmentierung als beendet („fragmentation is over").

Gleichzeitig wachsen die Kreditvolumina wieder stetig mit moderatem Tempo. Im August lag das Wachstum der Kredite an Unternehmen und private Haushalte wie im Juli nach den heute von der EZB gemeldeten Zahlen bei 1,9 % bzw. 1,8 % im Vergleich zum Vorjahr.

Der Zugang zur Finanzierung wird inzwischen auch von den kleineren und mittleren Unternehmen nicht mehr als vorrangiges Problem wahrgenommen. In der jüngsten Umfrage der EZB (SAFE-Study) vom Frühjahr rangierte der Finanzzugang abgeschlagen auf Platz 6 hinter dem Finden von Kunden, Fragen des Wettbewerbs, der Produktionskosten, der Fachkräfteverfügbarkeit und der Regulierung.

**Finanzierungskosten*** Abb. 3

Private Haushalte und nicht-finzielle Unternehmen im Euroraum, Neugeschäft, in %




Quelle: Thomson Reuters Datastream

*Composite cost of borrowing

**Niedrige Inflation sollte kein Hindernis für Kurswechsel sein**

Die aktuell noch sehr niedrige Inflation erscheint damit als das entscheidende Hemmnis für einen geldpolitischen Kurswechsel. Doch sollte die EZB nicht reflexhaft auf die niedrige Teuerung mit einer Perpetuierung der ultralockeren Geldpolitik oder gar mit weiteren Lockerungsschritten reagieren.

Die Phase extrem niedriger Inflationsraten dürfte perspektivisch auslaufen, da beim Ölpreis weitere Preisrückgänge unwahrscheinlich sind. Auch dürften die Löhne im Euroraum künftig wieder etwas schneller wachsen. Im Ergebnis geht auch die EZB in ihren Projektionen davon aus, dass der Verbraucherpreisanstieg in 2018 mit 1,6 % zum Vorjahr wieder ziemlich nahe am Stabilitätsziel von unter, aber nahe von 2 % liegen wird.

Doch auch wenn sich die Normalisierung der Inflation noch einmal leicht verzögern sollte, wäre dies kein Anlass für geldpolitische Verzweiflungstaten. So waren sinkende Verbraucherpreise beispielsweise Ende des 19. Jahrhunderts eher die Regel als die Ausnahme, ohne dass dies dem Wachstum geschadet hätte. Natürlich erschwert eine niedrige Inflation Anpassungsprozesse, wie beispielsweise auch den Abbau überhöhter staatlicher und privater Schulden im Euroraum, doch sind diese Nachteile verkraftbar. Die Anwendung einer noch extremeren Geldpolitik sollte dem Fall einer echten Deflationsspirale vorbehalten bleiben, wie sie etwa im Rahmen der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren stattgefunden hatte.

**Grenzen der Geldpolitik anerkennen**

Generell fällt es der Geldpolitik schwer, die Grenzen der Geldpolitik anzuerkennen. Insbesondere gilt dies für angelsächsisch geprägten Ökonomen. Von Mitte der 1990er Jahre bis zur Finanzkrise war das herrschende Dogma der Geldpolitik die Inflationssteuerung. Die Notenbank setzt den Leitzins demnach normalerweise immer so, dass die Inflationsrate am Ende des geldpolitischen Horizonts (meistens zwei Jahre) dem Zielwert entspricht.
In Phasen eines unterschwelligen Inflationsdrucks funktioniert diese Strategie gut: die Notenbank muss im Konjunkturzyklus nur variieren, wie stark sie auf die „Zinsbremse“ tritt.

Schwieriger wird die Geldpolitik im Niedriginflations- und Niedrigzinsumfeld. Hier führt ein konsequentes Weiterdenken der Strategie zu dem Wunsch, die Zinsen in den negativen Bereich zu drücken und die Geldpolitik um quantitative Maßnahmen zu ergänzen, wie dies ja auch von der EZB betrieben wird.

Doch spricht vieles für eine stark abnehmende Wirksamkeit der Geldpolitik nahe des Nullzinses bei gleichzeitig stark steigenden negativen Nebenwirkungen. Hierzu zählen neben einer Fehllenkung von Investitionsmitteln, wie etwa in Form von Immobilienpreis- oder Finanzmarktübertreibungen, auch Belastungen für die Ertragskraft und die Stabilität des Finanzsektors.

Angesichts der Erfolge bei der Überwindung der Wirtschaftsschwäche im Euroraum, der absehbaren Normalisierung der Inflation und der günstigen Finanzierungssituation für Unternehmen und Privathaushalte kann die Geldpolitik ein temporäres Unterschreiten des Stabilitätsziels hinnehmen.

Der im EU-Vertrag verankerte Stabilitätsauftrag wie auch ihre geldpolitische Strategie bieten der EZB hierfür ausreichende Spielräume. Zum einen ist das Stabilitätsziel mittelfristig zu erfüllen, was angesichts des prognostizierten allmählichen Inflationsanstiegs erfüllt wäre. Zum anderen obliegt es der EZB, das Stabilitätsziel quantitativ zu präzisieren. Nach der bis Mai 2003 geltenden Definition von Preisstabilität als eines Anstiegs des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter 2 % hätte sogar die aktuelle Inflation das Stabilitätsziel erfüllt. Erst danach hat sich die EZB entschieden das Ziel auf „unter, aber nahe 2 %" zu präzisieren und damit faktisch einzuengen.

Die im angelsächsischen Raum geführte Debatte über höhere Inflationsziele ist hingegen absurd. In einer Zeit, in der sich die Frage stellt, ob die Notenbank zu vertretbaren Kosten mittelfristig überhaupt die gewünschte Inflation erzeugen kann, würde sie ihre Glaubwürdigkeit verspielen, wenn sie sich noch anspruchsvollere Ziele setzt.

**Bedeutung der Null nicht unterschätzen**

In der akademischen geldpolitischen Debatte wird oft der Fehler gemacht, zu stark auf den um die Preisentwicklung bereinigten Realzins statt auf den im Alltag allgegenwärtigen Nominalzins abzustellen. Die Nullgrenze beim Nominalzins wird dann eher als technisches Hindernis angesehen und ihre hohe praktische Relevanz unterschätzt.

Aus Sicht der Wirtschaftstheorie ist der Realzins zweifellos ein sinnvolles Konstrukt, die Geldpolitik sollte jedoch nicht davon ausgehen, dass die Bürger dem theoretischen Ideal des Homo Oeconomicus allzu nahe kommen. Die Studie der Bundesbank zum Sparverhalten vom vergangenen Herbst, die darauf hinwies, dass die realen Renditen privater Anleger heute nicht niedriger sind als beispielsweise in der Hochinflationsphase der 1970er Jahre ging insofern am Problem vorbei.

In der Realität hat die „Null" eine wichtige Bedeutung und ist nicht nur ein beliebiger Punkt auf einer Skala. Im praktischen Leben wird in Geldeinheiten gerechnet. In der „verkehrten Welt" der Negativzinsen wird aus dem Zins als Entlohnung des Sparers eine Belastung. Im Ergebnis ist die starke Ablehnung negativer Zinsen in der Bevölkerung alles andere als eine Überraschung. Das Ergebnis ist nicht nur eine Verärgerung und Verunsicherung der Bürger, sondern auch eine Schwächung des Vertrauens in die Geldpolitik, die ursprünglich als Vorzeigeprojekt der europäischen Integration gestartet hatte.

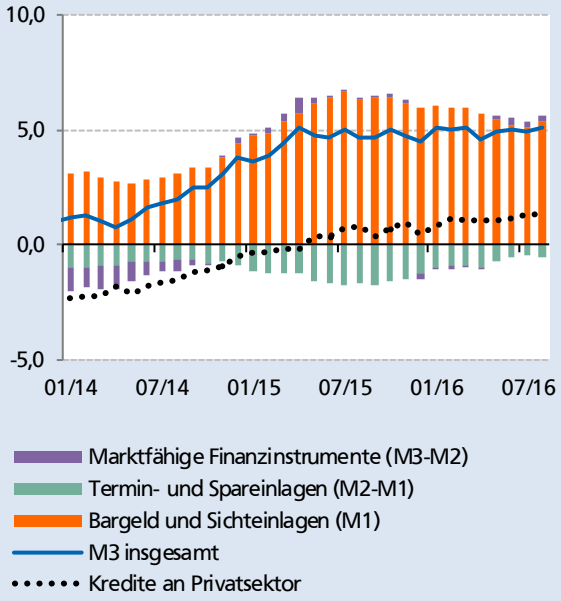
Autor:
Dr. Andreas Bley
Mail: a.bley@bvr.de

# Geldmenge

## Kredite im Euroraum legen zu

Das Wachstum der Kredite an den Privaten Sektor im Euroraum hat sich im August kaum verändert. So verzeichneten die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigten Kredite an die privaten Haushalte saisonbereinigt eine moderate Jahreswachstumsrate von 1,8 %.Im Juli waren sie ebenfalls um diese Rate gestiegen. Auf Monatssicht legten die Kreditvergabe an Privat-personen um 7 Mrd. Euro zu. Das waren 2 Mrd. Euro mehr als im Juli. Unternehmenskredite wiesen im August ein um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Jahreswachstumsrate von 1,9 % aus. Auch ihre Wachstumsrate blieb damit unverändert auf ihrer Vormonatsrate. Absolut betrachtet fiel die Kreditvergabe an Unternehmen im Monatsvergleich um 1 Mrd. Euro. Im Juli waren diese noch um 11 Mrd. Euro gestiegen.

**Beiträge zum M3-Wachstum**
in Prozentpunkten, saisonbereinigt




Quelle: Thomson Reuters Datastream, BVR

## Geldmengenwachstum legt leicht zu

Das Wachstum der Geldmenge M3 hat sich im August leicht erhöht. Mit einer Jahreswachstumsrate von 5,1 % lag die Jahreswachstumsrate von M3 0,2 Prozentpunkte über ihrer Wachstumsrate aus dem Vormonat. Die im Geldmengenaggregat M1 zusammengefassten, besonders liquiden Komponenten sind nach wie vor Haupttreiber des Geldmengenwachstums. Ihr Wachstumsbeitrag erhöhte sich im August noch einmal um 0,3 Prozentpunkte auf 5,4 %. Die weniger liquiden Termin- und Spareinlagen sowie die marktfähigen Finanzinstrumente leisteten mit -0,5 bzw. 0,3 Prozentpunkten gleichbleibenden Wachstumsbeitrag zum Gesamtwachstum von M3.

# Geldpolitik und Geldmarkt

## EZB lässt Geldpolitik unverändert

Der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) hat auf seiner geldpolitischen Sitzung am 8. September keine weitere Lockerung der eigenen Geldpolitik beschlossen. Hauptrefinanzierungssatz und Einlagenzins blieben damit unverändert bei 0 bzw. -0,4 %. Der Zeitraum und Ankaufvolumen des Wertpapieraufkaufprogramms blieben ebenfalls unangetastet.

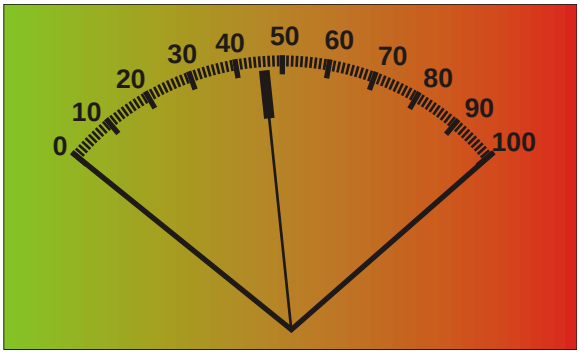
EZB-Präsident Mario Draghi erklärte, dass derzeit kein Bedarf für eine zusätzliche Stimulierung bestehe. Über eine Verlängerung des bestehenden Kaufprogramms sei im Rat nicht diskutiert worden. Im Vorfeld der Sitzung war über eine Verlängerung des aktuellen Programms spekuliert worden. Vielmehr konzentriere sich die EZB zurzeit auf die adäquate Umsetzung ihrer aktuellen Maßnahmen, so Draghi. Allerdings sei die EZB nach wie vor bereit jederzeit zu handeln, falls dies nötig sei.

Die Prognosen der Volkswirte der EZB blieben weitestgehend gleich. Für 2016 rechnet die EZB nach wie vor mit einer Teuerungsrate von 0,2 %, für 2017 senkte die EZB ihre Prognose leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 1,2 %. Für 2018 erwarten die Notenbanker unverändert eine Rate von 1,6 %. Die Wachstumsprognose für 2016 wurde hingegen leicht auf 1,7 % erhöht, während für die kommenden zwei Jahre ein leicht schwächeres Wachstum in Höhe von jeweils 1,6 % erwartet wird.

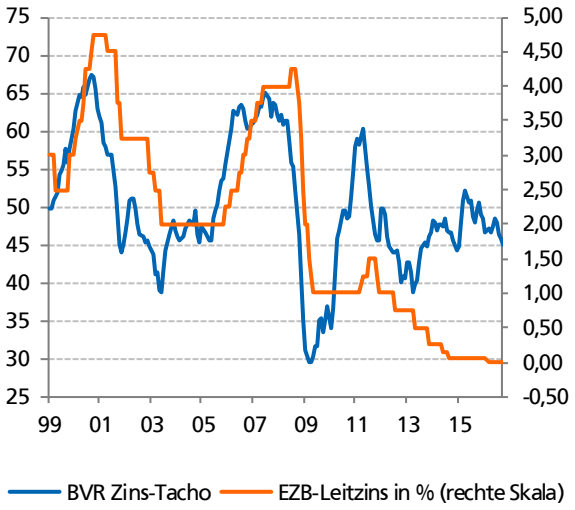
## Inflationsrisiken bleiben moderat

Der BVR Zins-Tacho signalisiert weiterhin ein ausgeglichenes Inflationsrisiko für den Euroraum. Weder zeigt der Tacho eine erhöhte Deflationsgefahr, noch kündigt sich im Euroraum ein erhöhter Inflationsdruck an. Das lässt sich gut am Stand des Barometers zur Messung des allgemeinen Inflationsrisikos im Währungsraum ablesen, das aktuell bei 46 von 100 maximal möglichen Punkten liegt.

**BVR Zins-Tacho**




| | Jul 16 | Aug 16 | Sep 16 |
|---|---|---|---|
| BVR Zins-Tacho | 48 | 46 | 46 |
| Konjunktur (50 %) | 55 | 53 | 52 |
| Preise/Kosten (40 %) | 38 | 37 | 37 |
| Liquidität (10 %) | 50 | 50 | 49 |




Der BVR Zins-Tacho ist ein Indikator für die Inflationsrisiken im Euroraum. Ein Anstieg des BVR Zins-Tachos zeigt steigende, eine Abnahme sinkende Inflationsrisiken an. Eine detaillierte Beschreibung des BVR Zinstachos befindet sich im BVR Volkswirtschaft special Nr. 13/2007

# Geldpolitik und Geldmarkt

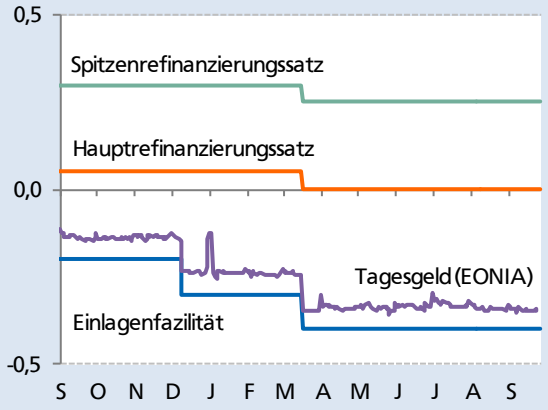
Die drei Unterindikatoren zur Konjunktur, der Preis- und Kostenentwicklung und der Liquidität im Euroraum signalisieren jeder für sich genommen einen Seitwärtstrend beim Inflationsdruck. Aktuell geht mit 52 Punkten von der Konjunktur, die unter anderem mit Hilfe der Entwicklung des Einkaufsmanagerindizes und der Industrieproduktion gemessen wird, der höchste Preisdruck aus.

Der Liquiditätsindikator, in den unter anderem das Geldmengen- und Kreditwachstum einfließt, liegt mit 49 Zählern aktuell auf einem ausgeglichenen Niveau. Geringster Preisdruck signalisiert der Indikator für die Preis- und Kostenentwicklung im Währungsraum. Hier dominieren vor allem die niedrigen Energiepreise, die den Indikator deutlich nach unten ziehen.

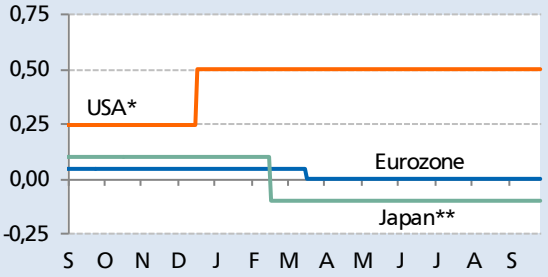
## Geldmarktzinsen kaum verändert

Die Zinsen auf dem europäischen Geldmarkt haben sich im September kaum von der Stelle bewegt. Der 3-Monats-Euribor blieb auf Monatssicht unverändert bei -0,30 %. Der Zwölfmonatszins verzeichnete einen leichten Rückgang in Höhe von 1 Basispunkt. auf -0,06 %. Der Tagesgeldsatz lag im Monatsdurchschnitt bei -0,34 % Im August hatte der Tagesgeldzins EONIA im Monatsdurchschnitt mit -0,33 % nur geringfügig höher gelegen.

**Wichtige Zinsen im Euroraum**
Zinssätze in %

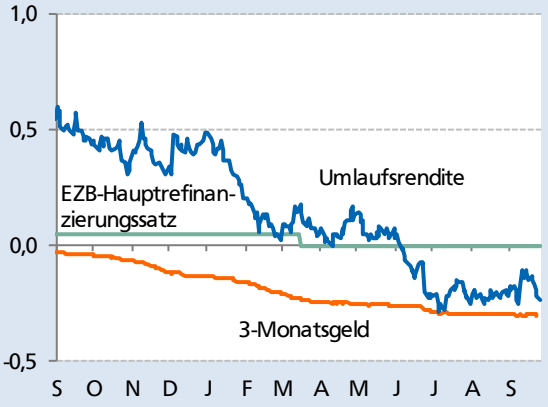



**Notenbankzinsen international**
in %




*Die Federal Reserve hat seit 16.12.2008 einen Zielbereich von 0-0,25 % für die Federal Funds Target Rate festgesetzt. **Die Bank of Japan hat seit 19.12.2008 ein Tagesgeld-Zielbereich von rund 0,1 % festgesetzt.

**Geld- und Kapitalmarkt**
Zinssätze in %




Quelle: Thomson Reuters Datastream

# Rentenmarkt

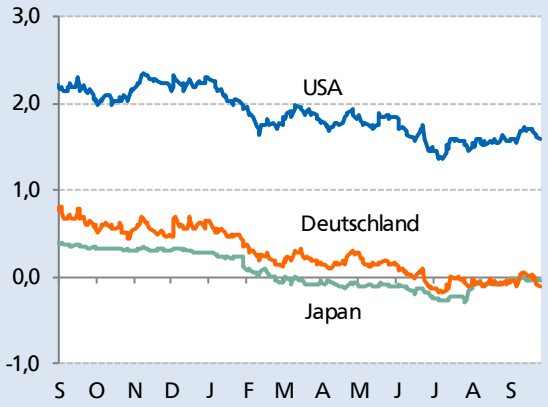
## Auf und Ab am Anleihemarkt

Bundesanleihen folgten im September einem steten Auf und Ab. Die Umlaufsrendite börsengehandelter Bundeswertpapiere lag zum Ende des Monats knapp unter ihrem Vorwochenultimo bei -0,24 %. Die Rendite von Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit verzeichnete bis zum 26. September einen Renditerückgang von 5 Basispunkten auf -0,10 %. Staatspapiere aus dem übrigen Euroraum verzeichneten ebenfalls einen verhaltenen Renditerückgang. Ausnahmen waren allerdings länger laufende Papiere aus Portugal, die angesichts mäßiger Konjunkturverläufe zwischenzeitlich unter einem Vertrauensverlust zu leiden hatten.

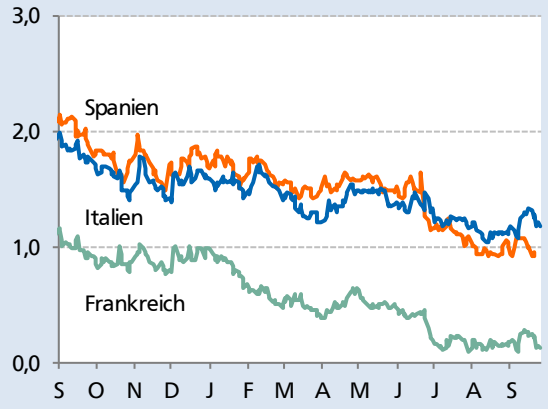
Treibende Kraft an den Rentenmärkten waren im September die geldpolitischen Erwartungen an den Märkten. Zunächst sorgten Zinsfantasien in den USA für einen Anstieg der Renditen. Nach Aussagen führender Geldpolitiker in den USA, wie z. B. dem regionalen Notenbankchef von Boston Eric Rosengren, die US-Geldpolitik müsse dringend weniger expansiv ausfallen, nahmen Spekulationen über einen baldigen Zinsschritt der Fed deutlich zu. Diese Stimmungslage war allerdings nicht von Dauer. Schon in der Folgewoche drehte sich die Stimmung um 180 Grad. Zuletzt stützte die Zurückhaltung der amerikanischen Notenbank bei ihrer geldpolitischen Entscheidung vom 21. September die Nachfrage nach Rentenpapieren. Das grenzte bei US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren das Renditeplus etwas ein. Auf Monatssicht stiegen deren Renditen um 2 Basispunkte auf 1,59 %.

**Zinsstruktur am Rentenmarkt**
Spread Bundesanleihen mit Restlaufzeiten 10/1 Jahr, in %

**Bedeutende Benchmarkanleihen**
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit




**Ausgewählte Staatsanleihen des Euroraums**
Renditen in %, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit




Quelle: Thomson Reuters Datastream

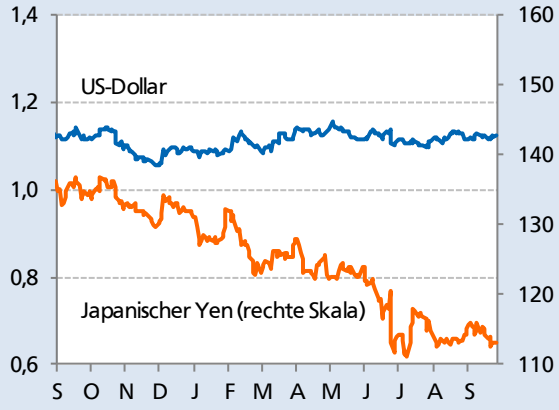
# Devisenmarkt

## Wenig Bewegung am Devisenmarkt

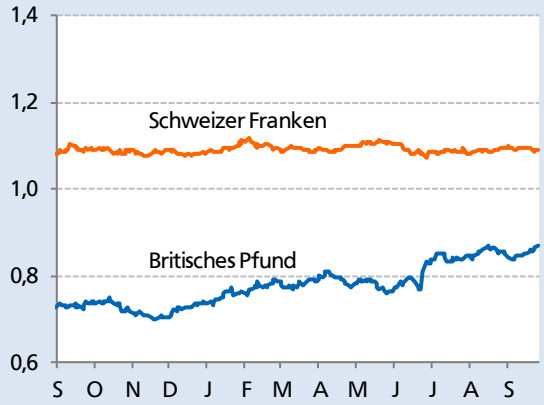
Euro und Dollar blieben im September in ihrer Entwicklung nah beieinander. In engen Bahnen tendierte der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar um die Marke von 1,12 US-Dollar. In der ersten Monatshälfte konnte der Euro zwischenzeitlich vom geldpolitischen Stillhalten der EZB etwas profitieren und gegenüber dem Dollar ein leichtes Kursplus herausholen. Allerdings fingen Spekulationen über eine baldige Zinsanhebung in den USA den leichten Anstieg des Euro-Dollar Kurses wieder ein, sodass der Euro zur Monatsmitte wieder bei knapp 1,12 US-Dollar notierte.

In der zweiten Monatshälfte konnte selbst eine deutliche Korrektur der geldpolitischen Erwartungen in den USA den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar nicht grundlegend verändern. Trotz des als überraschend deutlich empfundenen Zauderns der US-Notenbank bezüglich einer weiteren Anhebung des US-Leitzinses zeigte der Wechselkurs zum Dollar kaum eine Reaktion. Vielmehr sorgte die Überzeugung, dass sowohl die US-Notenbank als auch die EZB in den kommenden Wochen ihre aktuelle Geldpolitik unverändert fortführen werden, für geringe Kursschwankungen. Zum Ende des Monats lag der Euro-Dollar Kurs bei etwas mehr als 1,12 US-Dollar und damit knapp 1 US-Cent höher als zum Vormonatsultimo. Gegenüber dem britischen Pfund konnte der Euro ein Plus von 2 Pennys auf 0,86 Pfund je Euro realisieren. Die Furcht vor den Folgen des Brexit belastete das Pfund.

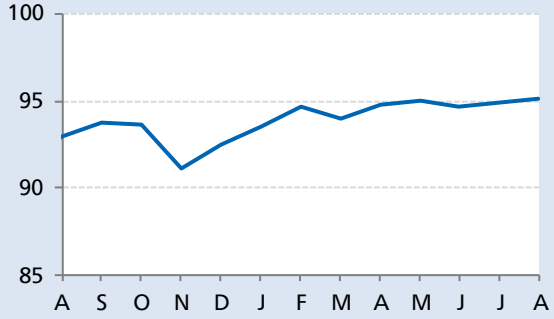
**Euro-Wechselkurs (I)**
Ausländerwährung pro Euro




**Euro-Wechselkurs (II)**
Auslandswährung pro Euro




**Effektiver Wechselkurs des Euro***
in EUR, Quartal 1, 1999 = 100




*Nominale Wertentwicklung des Euro gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums. Eine Bewegung nach oben entspricht einer Aufwertung des Euro
Quelle: Thomson Reuters Datastream

# Aktienmarkt

## DAX im Minus

Der DAX konnte seine gute Performance vom Vormonat im September nicht fortsetzen. Grund hierfür waren zu Monatsbeginn Spekulationen über eine baldige Zinsanhebung in den USA sowie eine außenpolitische Verunsicherung im Zuge eines Atombombentests Nordkoreas. Zudem verunsicherte die anstehende Wahl zum Präsidenten der USA die Anleger. So reagierten die Märkte ausgesprochen nervös auf die gesundheitlichen Probleme von Hillary Clinton. Viele sahen in der Lungenentzündung der Anwärterin auf das Präsidentschaftsamt ein schlechtes Vorzeichen für die Wahlchancen der Demokraten. Die damit gestiegene Wahrscheinlichkeit eines US-Präsidenten Donald Trump belastete die Kurse in den USA. Mäßige Konjunkturdaten sowie enttäuschende Meldungen über die Deutsche Bank dämpften zudem die Stimmung unter den DAX-Anlegern. In der zweiten Monatshälfte konnte der DAX aber zwischenzeitlich deutlich zulegen. Dabei half ihm zum einen der Verzicht der US-Notenbank auf eine weitere Zinsanhebung. Zum anderen profitierte der deutsche Aktienmarkt von positiven Impulsen aus Fernost im Zuge der geldpolitischen Entscheidung der Bank of Japan. Ziel der neuen Strategie der japanischen Notenbank ist die Steuerung des langfristigen Zinses bei 0 %. Gewinnmitnahmen machten diesen Anstieg jedoch wieder zunichte. Der DAX fiel bis zum 26. September um -1,9 % auf 10.393 Punkte. Der Dow Jones verzeichnete einen leichten Rückgang in Höhe von 1,7 % auf 18.095 Punkte.

**Deutscher Aktienmarkt**
Dax, 40-/200-Tagesschnitt

**Aktien im Euroraum**
Euro-Stoxx 50, 40-/200-Tagesschnitt

**Aktienmarkt USA**
Dow Jones, 40-/200-Tagesschnitt

Quelle: Thomson Reuters Datastream

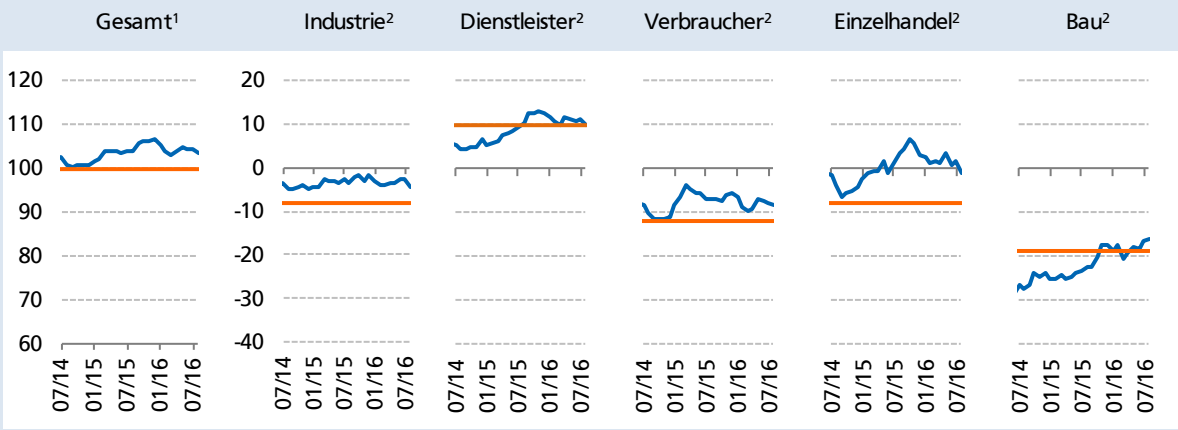
## BIP-Wachstumsrate bestätigt

Eurostat hat inzwischen detaillierte Angaben zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euroraums für das zweite Quartal vorgelegt und dabei das zentrale Ergebnis seiner früheren Schätzungen bekräftigt. Gemäß den Angaben ist das preis- und saisonbereinigte Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Währungsraums gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % gestiegen. Zum Jahresauftakt hatte die Wirtschaftsleistung allerdings noch stärker zugelegt, obgleich die BIP-Verlaufsrate für das erste Quartal inzwischen leicht von 0,6 % auf 0,5 % revidiert wurde. Die Wachstumsimpulse gingen im Frühjahrsquartal vor allem vom Außenhandel aus. Bei den Exporten war, nach einer Stagnation zu Jahresbeginn, im zweiten Quartal ein spürbarer Anstieg zu verzeichnen (+1,1 %). Die Importe (+0,4 %) wurden demgegenüber weniger stark ausgeweitet, sodass der Außenhandel als Ganzes mit 0,4 Prozentpunkten zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beitrug. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte (+0,2 %) und des Staates (+0,1 %) sind ebenfalls gestiegen, aber weniger deutlich als im ersten Quartal (jeweils +0,6 %). Der Beitrag der Investitionen zum BIP-Wachstum fiel hingegen leicht negativ aus, vor allem weil die Lagerinvestitionen zurückgefahren wurden. Ein Grund für die schwache Investitionstätigkeit dürfte die gestiegene Unsicherheit im Zuge des britischen EU-Referendums sein.

## Wirtschaftsklima trübt sich deutlich ein

Mit etwas zeitlicher Verzögerung scheint die wirtschaftliche Stimmung im Euroraum nun doch durch den Ausgang des britischen Referendums beeinträchtigt worden zu sein. Der Wirtschaftsklimaindex der EU-Kommission ist im August gegenüber dem Vormonat um 1,0 Punkte auf 103,5 Punkte gesunken, nachdem er im Juli noch geringfügig um 0,1 Punkte zugelegt hatte. Der trotz des

**Wirtschaftsklima im Euroraum**




1) Euroraum, in Punkten - Gewichtung: 40 % Industrievertrauen, 30 % Dienstleistungsvertrauen, 20 % Verbrauchervertrauen, 5 % Einzelhandelsvertrauen, 5 % Bauvertrauen
2) Saldo in Prozentpunkten (= Differenz aus positiven und negativen Antworten)
Quelle: Thomson Reuters Datastream

jüngsten Rückgangs im langjährigen Vergleich nach wie vor hohe Stand des Wirtschaftsklimaindexes lässt für die nahe Zukunft eine Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs im Euroraum erwarten.

### Industrieproduktion gibt nach

Die Industrieproduktion ist im Juli gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 1,1 % gesunken. Im Juni hatte der Ausstoß noch um 0,8 % zugelegt. In naher Zukunft dürfte die Industriekonjunktur eher gedämpft bleiben. Darauf deutet zumindest der Order-Indikator der EU-Kommission hin, der von Juli auf August um deutliche 4,8 Punkte auf einen Stand von -14,1 Punkten zurückgegangen ist.

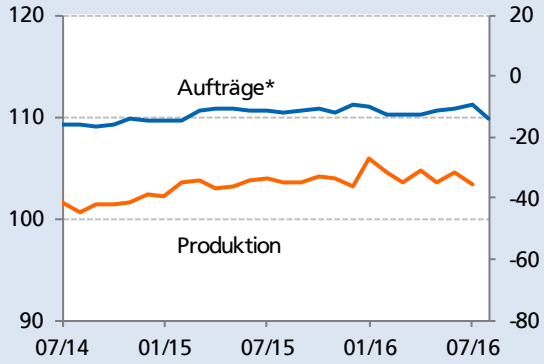
### Preisanstieg weiterhin gering

Im August ist die Inflationsrate des Euroraums konstant geblieben. Der Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) lag wie bereits im Juli um 0,2 % über seinem Vorjahresstand. Der Gesamtindex wurde dabei erneut vor allem durch die Energiepreise beeinflusst. Energie hat sich im August um 5,6 % verbilligt.

### Weniger Arbeitslose

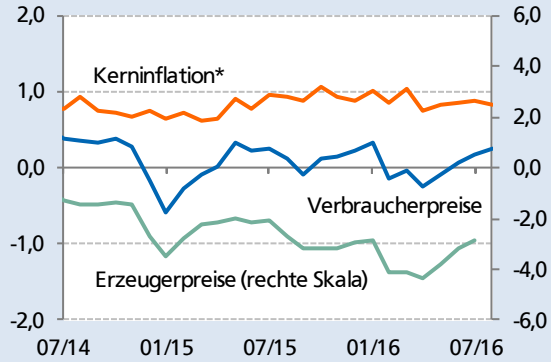
Am europäischen Arbeitsmarkt hat sich die Lage weiter entspannt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl ist zuletzt leicht von 16,35 Mio. im Juni auf 16,31 Mio. im Juli zurückgegangen. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb im Juli aber unverändert bei 10,1 %.

**Aufträge und Produktion**
Euroraum, 2010=100, saisonbereinigt



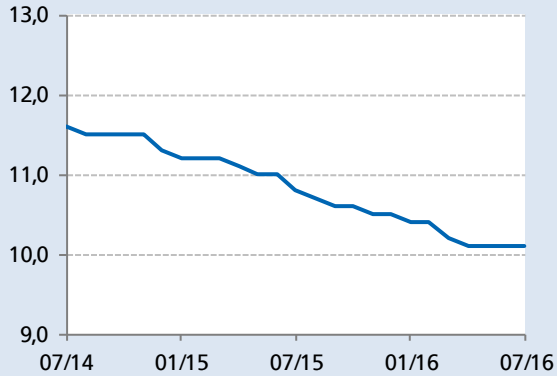

*rechte Skala, Order-Indikator der EU-Kommission, Saldenwerte

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**
Euroraum, in % gg. Vorjahr




*ohne Energie und unbearbeitete Lebensmittel

**Arbeitslosenquote**
Euroraum, in %, saisonbereinigt




Quelle: Thomson Reuters Datastream

## BIP-Prognosen vielfach nach oben korrigiert

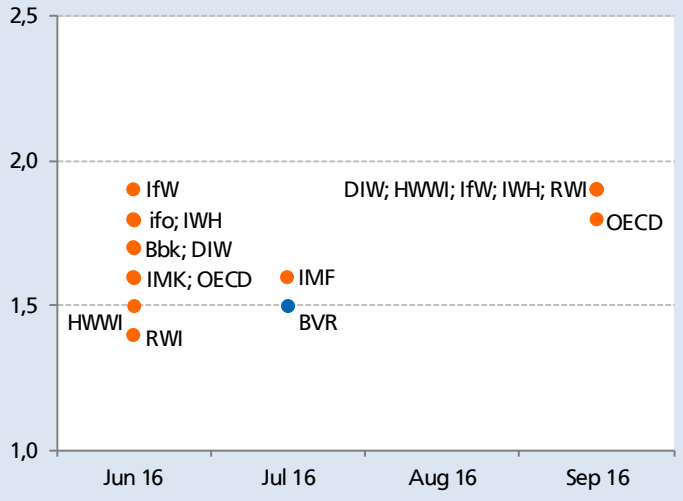
In den vergangenen Wochen haben viele Wirtschaftsforschungsinstitute neue Konjunkturprognosen vorgelegt. Die Wachstumseinschätzungen für Deutschland wurden dabei für das laufenden Jahre überwiegend angehoben. So geht beispielsweise das Rheinisch-Westfälische Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) in seiner aktuellen Herbstprognose davon aus, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) in 2016 preisbereinigt um 1,9 % expandieren wird. Im Juni hatten die RWI-Konjunkturexperten noch mit einem Anstieg um 1,4 % gerechnet. Ein wichtiger Grund für die Anpassung der Prognosewerte dürfte das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr sein, das kräftiger ausgefallen ist als allgemein erwartet worden war.

Der BVR geht angesichts der fortbestehenden weltwirtschaftlichen Unsicherheiten weiterhin davon aus, dass das preisbereinigte BIP Deutschlands im Durchschnitt des laufenden Jahres um 1,5 % steigen wird. Jüngste Schätzungen des BVR legen für die zweite Jahreshälfte eine Abschwächung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums nahe. Ein Abgleiten in eine Rezession ist aber wenig wahrscheinlich.

## Industriekonjunktur tendiert seitwärts

Vor dem Hintergrund des schwieriger gewordenen weltwirtschaftlichen Umfelds scheint die Entwicklung der deutschen Industrie eine Seitwärtsbewegung einzuschlagen. Dies legen zumindest die aktuellen Verlaufsdaten des Statistischen Bundesamtes zur Produktion und zum Auftragseingang nahe. Demnach ist die preis-, kalender- und saisonbereinigte Industrieproduktion zuletzt, im Juli, gegenüber dem Vormonat um 2,3 % gesunken, nachdem sie im Juni noch um 1,6 % zugelegt hatte. In dem von kurzfristigen Schwankungen

**Konjunktur 2016 - Prognosen für Deutschland**
Jahreswachstumsrate des BIP in %, preisbereinigt




Quelle: BVR

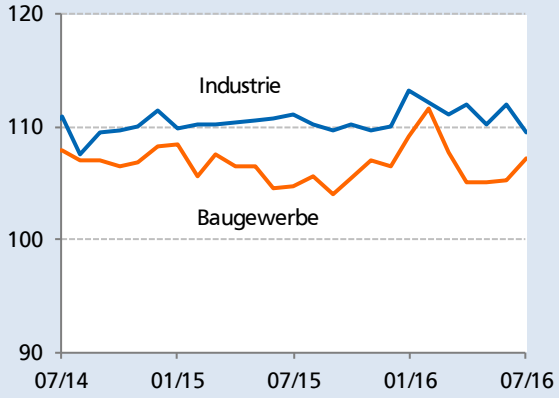
| | |
|---|---|
| Bbk | - Deutsche Bundesbank |
| DIW | - Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin |
| GD | - Gemeinschaftsdiagnose (Frühjahrs- bzw. Herbstprognose) |
| HWWI | - Hamburger WeltWirtschaftsInstitut |
| ifo | - Institut für Wirtschaftsforschung, München |
| IfW | - Institut für Weltwirtschaft, Kiel |
| IMF | - Internationaler Währungsfonds |
| IMK | - Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung |
| IW | - Institut der deutschen Wirtschaft, Köln |
| IWH | - Institut für Wirtschaftsforschung, Halle |
| KOM | - Europäische Kommission |
| OECD | - Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung |
| REG | - Bundesregierung |
| RWI | - Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen |
| SVR | - Sachverständigenrat |

weniger stark betroffenen Zweimonatsvergleich April/Mai gegenüber Juni/Juli veränderte sich der industrielle Ausstoß hingegen nur wenig (-0,4 %). Deutlich günstiger zeigt sich die Lage im Baugewerbe. Hier nahm die Produktion, nach der nur schwach ausgeprägten Frühjahrsbelebung, zu Beginn des Sommerquartals um 1,8 % zu. Der industrielle Auftragseingang ist im Juli um 0,2 % gestiegen und konnte damit den leichten Rückgang vom Juni (-0,3 %) teilweise kompensieren. Im Zweimonatsvergleich gaben die Bestellungen geringfügig nach (-0,1 %), da einem Orderzuwachs aus dem Ausland (+1,1 %) eine rückläufigen Nachfrage aus dem Inland (-1,7 %) gegenüberstand.

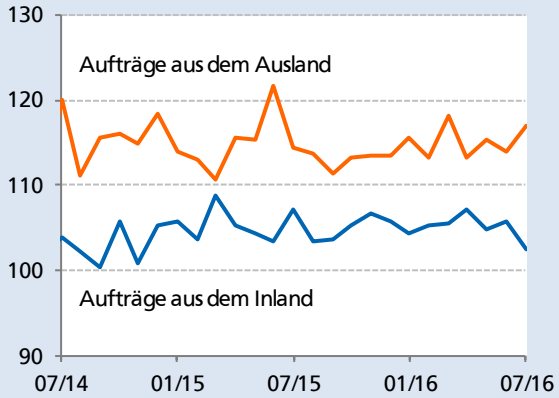
### Schwache Außenhandelszahlen

Im Juli fielen die monatlichen Daten zum deutschen Außenhandel sehr schwach aus. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden von den hiesigen Unternehmen Waren im Wert von 96,4 Mrd. Euro ausgeführt und Waren im Wert von 76,9 Mrd. Euro eingeführt. Die Ausfuhren sind damit gegenüber dem Vorjahresmonat um deutliche 10,0 % gesunken und auch im Vergleich zum Vormonat kam es zu einem spürbaren Rückgang (-2,6 % in saisonbereinigter Rechnung). Bei den Einfuhren zeigt sich ein ähnlich schwaches Bild: Sie sind binnen Jahresfrist um 6,5 % und im Vormonatsvergleich um 0,7 % gesunken. Die Handelsbilanz als Differenz von Ausfuhren und Einfuhren schloss im Juli mit einem Überschuss von 19,5 Mrd. Euro ab. Der Überschuss hat sich somit gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,3 Mrd. Euro vermindert.

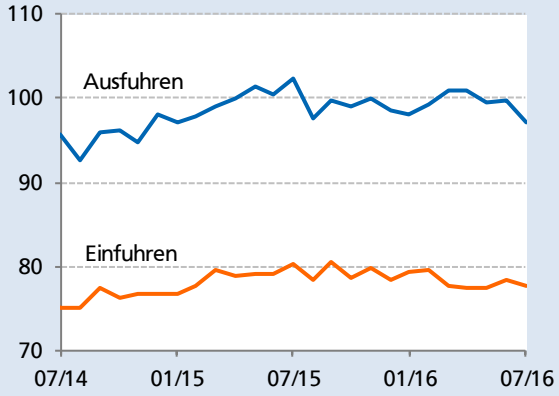
**Produktion**
2010=100, preis- und saisonbereinigt




**Aufträge**
2010=100, preis- und saisonbereinigt




**Außenhandel**
in Mrd. Euro, saisonbereinigt




Quelle: Thomson Reuters Datastream

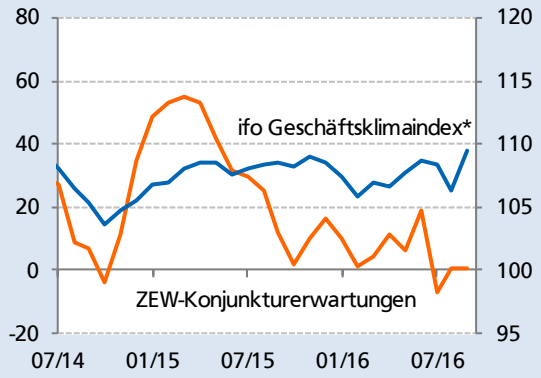
## Konjunkturerwartungen festigen sich

Trotz der schwach ausgefallenen Außenhandelsdaten haben sich der ifo Geschäftsklimaindex und die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland zuletzt stabilisiert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im September gegenüber dem Vormonat um deutliche 3,2 Punkte auf 109,5 Punkte gestiegen. Zuvor hatte der Stimmungsindikator zwei Monate in Folge nachgegeben, wozu nicht zuletzt der Ausgang des britischen EU-Referendums beigetragen haben dürfte. Maßgeblich für den Anstieg des Geschäftsklimaindexes waren die Geschäftserwartungen, die von den befragten Unternehmen insgesamt günstiger beurteilt wurden. Die ZEW-Konjunkturerwartungen verharrten im September auf ihrem Vormonatsstand von 0,5 %, nachdem sie im Juli merklich nachgegeben hatten. Insgesamt deutet die jüngste Entwicklung der Indikatoren darauf hin, dass sich die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in Deutschland im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird.

## Inflationsrate weiter bei 0,4 %

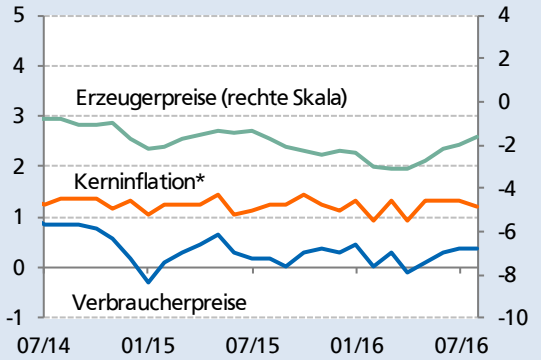
Der deutsche Verbraucherpreisindex (VPI) lag im August um 0,4 % über seinem Vorjahresniveau, nachdem er bereits im Juli um 0,4 % zugelegt hatte. Ähnlich wie in den Vormonaten waren für die niedrige Inflationsrate vor allem die Energiepreise verantwortlich. Energie hat sich im August um 5,9 % verbilligt. Für Nahrungsmittel (+0,9 %) mussten die Verbraucher allerdings etwas mehr Geld aufwenden. Maßgeblich hierfür waren in erster Linie die Preise für Obst (+4,2 %), Gemüse

**Wirtschaftliche Einschätzung**
Saldenwerte, saisonbereinigt



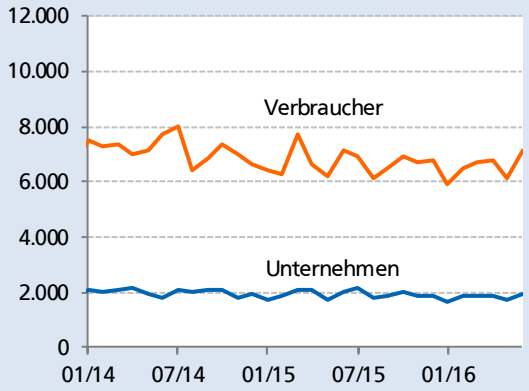

*rechte Skala, 2010=100

**Verbraucher- und Erzeugerpreise**
gg. Vorjahr in %




*ohne Energie und Lebensmittel

**Insolvenzen**
Monatliche Fallzahlen




Quelle: Thomson Reuters Datastream

(+5,3 %) sowie Speisefette und Speiseöle (+5,5 %), die binnen Jahresfrist merklich angehoben wurden. Bei den industriellen Erzeugerpreisen hat sich der Rückgang erneut abgeschwächt. Der Erzeugerpreisindex ist im August gegenüber dem Vorjahresmonat um 1,6 % gesunken. Im Juni und Juli hatten sich die Erzeugerpreise noch um 2,2 % bzw. 2,0 % verbilligt.

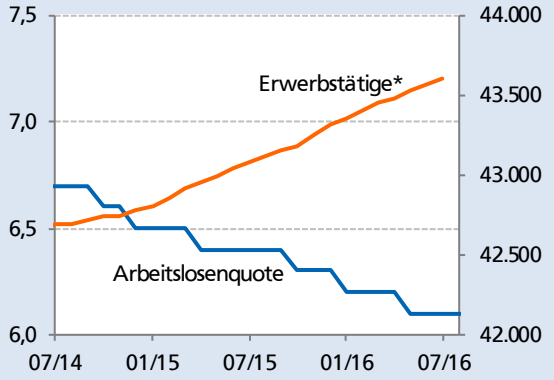
**Insolvenzdaten bleiben abwärtsgerichtet**

Vor dem Hintergrund des insgesamt noch immer günstigen konjunkturellen und strukturellen Umfelds tendieren die Insolvenzzahlen in Deutschland weiterhin nach unten. Wie das Statistische Bundesamt mitteilte, wurden von den Amtsgerichten im ersten Halbjahr 10.999 Unternehmens- und 39.228 Verbraucherinsolvenzen gemeldet. Die Zahl der Firmenpleiten gab damit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 4,8 % nach. Bei den Verbraucherinsolvenzen fiel der Rückgang weniger deutlich aus (-2,7 %).

**Arbeitslosenzahl saisonbedingt gestiegen**

Am deutschen Arbeitsmarkt halten die günstigen Grundtendenzen an, obgleich die Arbeitslosigkeit jüngst etwas gestiegen ist. Wie die Bundesagentur für Arbeit (BA) mitteilte, nahm die Zahl der Arbeitslosen im August gegenüber dem Vormonat um 23.000 auf 2,684 Mio. Menschen zu. Verantwortlich für den Anstieg waren aber vor allem saisonale Gründe. So nimmt die Arbeitslosigkeit im August wegen der Sommerpause in vielen Betrieben üblicherweise zu. In der um die allgemeinen

**Arbeitslosenquote und Erwerbstätige**
in %, saisonbereinigt




*rechte Skala, in Tsd.
Quelle: Thomson Reuters Datastream

jahreszeitlichen Effekte bereinigten Rechnung ist die Arbeitslosenzahl gegenüber dem Vormonat hingegen erneut gesunken (-7.000) und auch im Vorjahresvergleich war ein Rückgang zu verzeichnen (-111.000). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote blieb im August unverändert bei 6,1 %. Dass sich der Arbeitsmarkt weiterhin günstig entwickelt zeigt sich auch in den aktuellen Daten zur Erwerbstätigkeit und zur sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung. Die Erwerbstätigenzahl ist nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes im Juli gegenüber dem Vorjahr um 535.000 auf 43,71 Mio. Menschen gestiegen. Die Beschäftigtenzahl legte gemäß einer BA-Hochrechnung zuletzt, im Juni, sogar um 614.000 auf 31,39 Mio. zu. In den kommenden Monaten ist angesichts der unvermindert hohen Arbeitskräftenachfrage mit einem weiteren Beschäftigungsaufbau zu rechnen. Bei der BA waren im August 685.000 offene Arbeitsstellen gemeldet und damit 89.000 Stellen mehr als im Vorjahresmonat.